

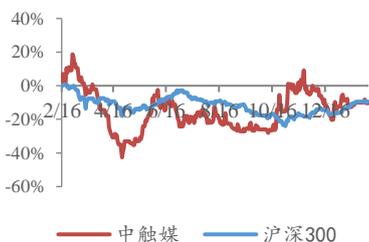
加码布局环保新材料，持续优化产品矩阵

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-2-3

收盘价（元） **37.83**
近 12 个月最高/最低（元） **48.8/23.97**
总股本（百万股） **176.20**
流通股本（百万股） **38.40**
流通股比例（%） **21.80**
总市值（亿元） **66.66**
流通市值（亿元） **14.53**

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：**王强峰**

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

相关报告

1. 分子筛业务拓展至全球，业务有望持续高增 2022-11-23

2. 股权激励彰显信心，分子筛龙头蓄势待发 2022-10-23

3. “触媒”长坡厚雪，龙头蓄势待发 2022-08-04

主要观点：

● 事件描述

1月31日晚，公司发布公告，拟对募投项目“环保新材料及中间体项目”使用募集资金金额进行调整，由原4.28亿元增加至8.5亿元。

● 加码布局环保新材料，持续优化产品矩阵

新增建设高技术含量精细化工品及催化剂产品，不断优化产品矩阵。公司使用超额募集资金对募投项目“环保新材料及中间体项目”进行补充，投资金额有4.28亿元增加至8.5亿元，同时调整该项目预订可使用状态日期，由2023年6月调整至2024年2月，此次投资规模扩大主要是建设规模的变化和建设内容的增加：变更前拟建生产车间4个及相应配套设施，变更后规划建设生产车间8个，新增配套设施包括仓库、罐区、危废房、综合楼及其他环保消防、中控等附属设施；变更后项目新增规划用地89864平方米，新增建筑面积53512平方米；在原项目内容（固定源脱硝分子筛、VOCs催化剂、乙二醇催化剂等）的基础上增加间甲酚等精细化学品、TRH特种分子筛产品及铁钼催化剂、镍铜催化剂、顺酐催化剂等金属催化剂产品。此外，受山东疫情影响，施工人员作业受限，建筑物料运输难以满足正常供应保障，公司将“特种分子筛、环保催化剂、汽车尾气净化催化剂产业化项目”可使用状态日期由原定2023年2月调整至2023年12月。公司此次新增产品技术含量高，市场空间广阔，公司拥有丰富的人才和技术储备，公司自主研发的吸附、解吸工艺解决间甲酚与对甲酚的分离难题，与国内大型化工企业合作，逐步替代国外进口金属催化剂，公司持续布局环保新材料领域，有利于公司在市场竞争中抢得先机。

图表 1 投资额变更会后资金投入对比

投资项目	变更前投资金额 (万元)	变更后投资金额 (万元)
工程建设投资	36,183.38	80,010.57
其中：厂区工程	30,854.76	61,065.80
其他工程建设费用	2,551.69	13,018.07
预备费	2,776.93	5,926.71
流动资金	6,622.97	5,005.45
合计	42,806.35	85,016.02

数据来源：公司公告，华安证券研究所

● 销售范围扩展至全球，移动源脱硝分子筛业务有望持续放量

移动源脱硝分子筛销售地区拓展至全球，业绩有望持续高增。2022年11月21日公司与巴斯夫签署采购协议，对2017年原料采购合同的

产品类型进行了增补，包括升级迭代的移动源脱硝分子筛在内的多种产品采购事项进行了约定；对多种产品销售价格将根据采购量区间进行调整，采购量区间设置了 0 吨至 6000 吨及以上的若干数量区间，当年产品销售价格将根据前年年末的预测采购数量进行确定；约定了当汇率及原材料成本变化较大时的价格调整机制；产品销售区域由原亚太地区拓展为全球范围。巴斯夫为全球知名化工企业，且为全球脱硝催化剂的主要供应企业之一，此次协议修订使得中触媒获得除亚太地区以外的订单，是巴斯夫对公司移动源脱硝分子筛产品质量及生产能力的认可，有利于提升公司在工业催化剂行业的市场拓展力和综合竞争力，公司移动源脱硝分子筛业务有望放量，业绩有望实现较大增长。

● **HPPO 法扩产叠加丰富的产品矩阵提供业绩增长动力**

2022 年 HPPO 法将进入扩产周期，预计新增 185 万吨产能，公司已与卫星化学等形成稳定合作，随着 HPPO 法产能陆续投产，公司钛硅分子筛有望实现快速增长。同时，公司核心产品技术均为自主研发，此外，公司还与国内多所知名院校签订了战略合作协议，这种“自主研发为主、产学研合作为辅”的研发模式能够充分发挥协同效应。公司目前已经形成了 MTO、MTP 催化剂等多项技术储备，同时积极布局固定源脱硝分子筛、乙二醇催化剂、光触媒催化剂、间甲酚等多个领域，公司的制氧分子筛技术研究目前处于小试阶段，随着公司项目陆续投产，丰富的产品矩阵未来也将给公司提供业绩增长动力。

● **投资建议**

我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 1.81、2.84、4.10 亿元，同比增速为 35.2%、57.2%、44.2%。对应 PE 分别为 36、23、16 倍。维持“买入”评级。

● **风险提示**

- (1) 项目投产进度不及预期；
- (2) 产品价格大幅波动；
- (3) 装置不可抗力的风险；
- (4) 环保政策变化风险；
- (5) 客户过于集中的增长风险。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	561	783	1099	1604
收入同比 (%)	38.1%	39.7%	40.3%	46.0%
归属母公司净利润	134	181	284	410
净利润同比 (%)	45.5%	35.2%	57.2%	44.2%
毛利率 (%)	45.2%	41.6%	43.0%	44.8%
ROE (%)	16.1%	6.8%	9.6%	12.2%
每股收益 (元)	1.01	1.03	1.61	2.33
P/E	36.67	36.11	23.46	16.27

P/B	5.88	2.45	2.26	1.98
EV/EBITDA	22.98	18.09	13.14	9.68

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	
流动资产	489	2115	2259	2995	
现金	44	1277	1316	1340	
应收账款	118	312	287	604	
其他应收款	0	2	1	3	
预付账款	21	39	45	75	
存货	268	394	530	776	
其他流动资产	38	91	80	197	
非流动资产	819	1394	1509	1643	
长期投资	24	24	24	24	
固定资产	628	904	1070	1106	
无形资产	54	52	50	48	
其他非流动资产	114	414	364	464	
资产总计	1309	3509	3768	4638	
流动负债	370	739	714	1174	
短期借款	152	199	251	305	
应付账款	82	293	214	486	
其他流动负债	136	247	249	383	
非流动负债	106	106	106	106	
长期借款	46	46	46	46	
其他非流动负债	60	60	60	60	
负债合计	476	845	820	1280	
少数股东权益	0	0	0	0	
股本	132	176	176	176	
资本公积	386	2033	2033	2033	
留存收益	315	455	739	1149	
归属母公司股东权益	833	2664	2948	3358	
负债和股东权益	1309	3509	3768	4638	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	139	215	226	243	
净利润	134	181	284	410	
折旧摊销	61	98	118	128	
财务费用	10	9	11	13	
投资损失	0	-1	-1	0	
营运资金变动	-66	-69	-183	-306	
其他经营现金流	199	247	464	713	
投资活动现金流	-126	-669	-229	-260	
资本支出	-126	-670	-230	-260	
长期投资	0	0	0	0	
其他投资现金流	0	1	1	0	
筹资活动现金流	-3	1688	41	40	
短期借款	73	46	52	54	
长期借款	-53	0	0	0	
普通股增加	0	44	0	0	
资本公积增加	0	1647	0	0	
其他筹资现金流	-23	-50	-11	-13	
现金净增加额	10	1234	39	23	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业收入	561	783	1099	1604	
营业成本	308	457	626	885	
营业税金及附加	5	6	9	14	
销售费用	10	12	13	21	
管理费用	45	51	75	108	
财务费用	12	9	-2	0	
资产减值损失	0	0	0	0	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	0	1	1	0	
营业利润	148	201	319	463	
营业外收入	6	6	6	6	
营业外支出	3	3	3	3	
利润总额	151	204	321	466	
所得税	17	23	37	56	
净利润	134	181	284	410	
少数股东损益	0	0	0	0	
归属母公司净利润	134	181	284	410	
EBITDA	222	307	434	592	
EPS (元)	1.01	1.03	1.61	2.33	

主要财务比率					
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	
成长能力					
营业收入	38.1%	39.7%	40.3%	46.0%	
营业利润	40.4%	35.7%	58.3%	45.3%	
归属于母公司净利润	45.5%	35.2%	57.2%	44.2%	
获利能力					
毛利率 (%)	45.2%	41.6%	43.0%	44.8%	
净利率 (%)	23.8%	23.1%	25.9%	25.6%	
ROE (%)	16.1%	6.8%	9.6%	12.2%	
ROIC (%)	13.2%	6.2%	8.5%	10.8%	
偿债能力					
资产负债率 (%)	36.4%	24.1%	21.8%	27.6%	
净负债比率 (%)	57.2%	31.7%	27.8%	38.1%	
流动比率	1.32	2.86	3.17	2.55	
速动比率	0.51	2.26	2.34	1.81	
营运能力					
总资产周转率	0.44	0.33	0.30	0.38	
应收账款周转率	4.10	3.64	3.67	3.60	
应付账款周转率	2.96	2.44	2.47	2.53	
每股指标 (元)					
每股收益	1.01	1.03	1.61	2.33	
每股经营现金流薄)	0.79	1.22	1.28	1.38	
每股净资产	6.30	15.12	16.73	19.06	
估值比率					
P/E	36.67	36.11	23.46	16.27	
P/B	5.88	2.45	2.26	1.98	
EV/EBITDA	22.98	18.09	13.14	9.68	

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。